OKTOBER 2014

KOSTENONDERZOEK BEURSGANG ABN AMRO BANK NV

Samenvatting

Dit rapport is het verslag van een onderzoek met als doel de kosten van een beursgang van ABN AMRO Bank te minimaliseren onder de voorwaarde van een maximale opbrengst voor de Staat zonder de slagingskans te verminderen.

Het zal voor de verkoop van aandelen ABN AMRO nodig zijn een internationaal verkoopnetwerk in te zetten dat intensief contact heeft met een brede basis van institutionele beleggers. Alleen banken kunnen dat bieden.

Het is onvermijdelijk andere banken bij de beursgang te betrekken. ABN AMRO zal weliswaar een belangrijke bijdrage kunnen leveren maar de omvang en het belang van deze beursgang zijn zodanig dat het noodzakelijk is de verantwoordelijkheid over meerdere begeleidende banken te verdelen. Weliswaar heeft het Agentschap zeer veel ervaring met het aanbieden van effecten in de vorm van staatsleningen, het heeft echter geen eigen verkoopnetwerk en mist de ervaring van het begeleiden van een beursgang van aandelen.

Vanwege het prestige van betrokkenheid bij een van de grootste beursgangen van Europa zal de Staat tegen zeer concurrerende tarieven de benodigde expertise kunnen inhuren.

De kosten van de initiële beursintroductie zijn relatief hoog ten opzichte van transacties van al genoteerde aandelen. De Staat zal initieel zo min mogelijk aandelen willen verkopen maar genoeg om voldoende verhandelbaarheid te garanderen. De rest van het belang zal in meerdere vervolgtransacties tegen verwaarloosbare kosten naar de markt kunnen worden gebracht.

Om de verwachte opbrengst te maximaliseren zal het streven zijn institutionele, langetermijnbeleggers voor de beursgang te interesseren. Een mogelijke voorkeursbehandeling in de vorm van een zogenaamd “volksaandeel”, waarbij particuliere beleggers een korting, loyaliteitsbonus of anderszins krijgen, vermindert de totale opbrengst voor de Staat.

Het is voor de minimalisatie van de kosten, de maximalisatie van de opbrengst en de slagingskans noodzakelijk de aandelen te veilen om de marktwaarde zo dicht mogelijk te benaderen. Er is gekeken naar alternatieve veilingmethoden met name met het oog op het minimaliseren van de koerssprong op de eerste handelsdag. Echter, de traditionele veilingmethode biedt flexibiliteit bij de toewijzing van aandelen zodat zo min mogelijk aandelen hoeven te worden toegewezen aan beleggers die de aandelen direct na de beursgang zullen willen verkopen.

Het nadeel van de traditionele veilingmethode is dat de Staat als verkoper belangrijke beslissingen moet nemen op basis van informatie en advies van de begeleidende banken die mogelijk andere belangen hebben. Het belangenconflict tussen de Staat en het syndicaat kan niet worden opgelost door het syndicaat een vaste vergoeding te betalen. Evenmin leidt het betalen van een vaste vergoeding tot lagere kosten. Een betere oplossing is naast de begeleidende banken ook een onafhankelijke adviseur tegen een vaste vergoeding in te schakelen die zelf geen aandelen zal plaatsen. Deze adviseur kan een onafhankelijke opinie geven op momenten dat de belangen van de Staat en de begeleidende banken uiteen zouden kunnen lopen.

Kortom, het onderzoek heeft geleid tot de aanbeveling om bij de beursgang een minderheidsbelang te veilen met behulp van de traditionele “bookbuild” methode begeleid door een bankensyndicaat onder leiding van meerdere zogenaamde “joint

global co-ordinators". Om bij potentiële belangenconflicten de belangen van de Staat te bewaken is het aan te bevelen om tegen een vast tarief een onafhankelijke adviseur aan te stellen die zelf geen aandelen zal plaatsen.

De kosten van de beursgang worden geschat op een bedrag tussen de EUR 53 en 58 miljoen, oftewel 1,2% à 1,3% van de opbrengst van de initiële transactie. Dit zijn de geschatte directe kosten van zowel de Staat als ABN AMRO, met uitzondering van de kosten van een onafhankelijke adviseur van de Staat, uitgaand van een beursgang waarbij in eerste instantie 30% van de aandelen worden aangeboden en uitgaand van een marktwaarde van 15 miljard zoals genoemd in de toekomstplannenbrief aan de Tweede Kamer[1]. Twee derde van de geschatte kosten betreft de bemiddelingskosten van het bankensyndicaat, een derde de kosten van accountants, juridisch advies, de beurs, etc. De rest van de aandelen kan naar verwachting tegen verwaarloosbare kosten in vervolgtransacties worden verkocht zodat de totale directe kosten van de privatisering worden geschat op minder dan een half procent van de verwachte marktwaarde van ABN AMRO.

[1] Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer d.d. 23 augustus 2013: Toekomstplannen financiële instellingen ABN AMRO, ASR en SNS Reaal

Voorwoord

De minister van Financiën heeft in antwoord op vragen in het schriftelijk overleg naar aanleiding van de brief d.d. 23 augustus 2013 over de toekomstplannen voor ABN AMRO, ASR en SNS Reaal de volgende toezegging gedaan:

> *"Ik zal de voor- en nadelen van alternatieven onderzoeken om te komen tot zo laag mogelijke kosten van de beursgang onder de randvoorwaarde van een maximale opbrengst voor de Staat. Een belangrijk uitgangspunt is dat het alternatief niet mag leiden tot een afname van de slagingskans van de beursgang."*

Daarbij heeft de minister aangegeven in ieder geval de volgende alternatieven te laten onderzoeken:

- het afspreken van een vaste vergoeding;
- het beperken van de begeleiding door bepaalde activiteiten door het Agentschap of ABN Amro zelf te laten uitvoeren;
- een veiling van de aandelen;
- introductie van een volksaandeel.

Capitium is door het ministerie van Financiën gevraagd dit onderzoek uit te voeren. Er zijn gesprekken gevoerd met het Agentschap, met *investment banks*, adviseurs, experts en ten slotte met het ministerie en ABN AMRO Bank zelf. Daarnaast zijn de aanbevelingen getoetst aan de wetenschappelijke literatuur en aan voorbeelden uit de praktijk. De resultaten van dit onderzoek zijn in dit document samengevat.

Zie pagina's 33 en 35 voor meer informatie over Capitium en het rapport.

Capitium BV

Contactpersoon: Joes Leopold
Telefoon: 020 – 894 6270
Website: www.capitium.com
Email: joes.leopold@capitium.com

Inhoud

Samenvatting 1

Voorwoord 3

Inleiding 5

1. Een beursgang 8
Alternatieven........ 9
Conclusie en aanbeveling 11

2. De voorbereiding 13
Pre marketing 13
Prospectus 14
Alternatieven........ 15
Conclusie en aanbeveling 15

3. Inschrijving 17
Orderboek 18
Pricing en allocation 18
Alternatieven........ 19
Alternatieve veilingmethoden 20
Het volksaandeel 22
Alternatieve provisiestructuren 23
Conclusie en aanbeveling 24

4. Eerste notering en stabilisatie........ 25
Alternatieven........ 26
Conclusie en aanbeveling 26

5. Vervolgtransacties 27
Conclusie en aanbeveling 28

6. Samenvatting........ 29

A. Provisies voor beursgangen groter dan EUR 1mld sinds 2012........ 30

B. Provisies voor privatiseringen via beursintroducties in Europa 31

C. Geschatte kosten 32

Inleiding

Op 1 september 1602 sloot de inschrijving op aandelen van de Vereenigde Oostindische Compagnie. Voor het eerst in de geschiedenis werden verhandelbare aandelen aan het publiek aangeboden. De handel in deze aandelen concentreerde zich in Amsterdam waarmee ook de basis werd gelegd voor de eerste aandelenbeurs ter wereld.

Het revolutionaire idee van het openbaar aanbieden van verhandelbare aandelen is inmiddels de standaard financieringsmethode voor grote ondernemingen en banken. Hierbij worden aandelen aan het publiek verkocht waarbij de opbrengst wordt gebruikt voor de financiering van de onderneming. De nieuwe aandeelhouders worden daarmee mede-eigenaren en delen vervolgens in de toekomstige winsten van de onderneming via de ontvangst van jaarlijkse dividenden. Na de beursgang hebben de aandeelhouders de mogelijkheid de aandelen eenvoudig via een beurs zonder tussenkomst van de onderneming aan andere beleggers te verkopen. Naast een beursgang door uitgifte (emissie) van nieuwe aandelen door de onderneming is ook een beursgang via de verkoop van bestaande aandelen door de oorspronkelijke eigenaren mogelijk.

Een beursgang is een mijlpaal in de geschiedenis van een onderneming. Waar voorheen het bestuur alleen rapporteerde aan enkele aandeelhouders moet na de beursgang verantwoording worden afgelegd aan een grote en diverse groep beleggers. Hierdoor staan aandeelhouders meer op afstand van de onderneming, terwijl aan de andere kant het bestuur veel meer publiek rekenschap zal moeten afleggen. Het publieke karakter betekent ook dat met grote zorgvuldigheid informatie over de onderneming moet worden gedeeld. Beleggers verwachten van alle belangrijke ontwikkelingen op de hoogte te worden gehouden, maar het bestuur zal terughoudend moeten zijn met concurrentiegevoelige informatie. Elke belegger zal een informatievoorsprong willen hebben, terwijl het bedrijf wettelijk verplicht is om iedereen op hetzelfde moment te informeren.

Een verkopende aandeelhouder zal in geval van verkoop van een aandelenbelang op zijn beurt controle gedeeltelijk verliezen. Ook al is hij voorlopig nog meerderheidsaandeelhouder, belangrijke rechten zullen met de minderheid moeten worden gedeeld. Een minderheidsaandeelhouder kan namelijk bepaalde belangrijke beslissingen van de meerderheid blokkeren, bijvoorbeeld het voornemen om de onderneming te fuseren of te splitsen.

Voor beleggers betekent een beursgang de mogelijkheid in één keer een groot pakket aandelen van een nieuw beursfonds te verkrijgen. Maar ook is er grote onzekerheid. Er is nog geen marktwaarde bekend in de vorm van een beurskoers, potentiële beleggers zullen zelf de waarde van de onderneming moeten bepalen.

ABN AMRO Bank

Dit alles geldt ook voor een beursgang van ABN AMRO Bank, waarbij geen nieuwe aandelen door de bank zelf worden verkocht maar waarbij de Staat een deel van haar aandelenbelang aan het publiek aanbiedt. Bovendien zou het een privatisering zijn van een recent genationaliseerde bank. Anders dan bij private beursgangen zal de Staat als verkoper zelf ook publiek verantwoording over haar rol moeten afleggen.

Een beursgang van ABN AMRO zal in omvang een van de grootste aandelentransacties van Europa zijn. Door de omvang van de transactie zal het

proces met de uiterste zorgvuldigheid moeten worden voorbereid en uitgevoerd. Door de complexiteit en risico's is het ook een kostbaar proces.

Doelstelling

Tegen deze achtergrond is dit rapport een samenvatting van een onderzoek met als doel de kosten van de beursgang van ABN AMRO te minimaliseren onder de voorwaarde van een maximale opbrengst voor de Staat en zonder de slagingskans in gevaar te brengen.

Structuur

Het rapport is gestructureerd aan de hand van de stappen die moeten worden gemaakt om ABN AMRO naar de beurs te brengen.

Hoofdstuk 1 schetst in grove lijnen het traditionele proces van een beursgang waarbij zal worden stilgestaan bij de rol van de daarbij betrokken banken. Drie alternatieve benaderingen worden overwogen die de kosten kunnen verminderen waarbij wordt gekeken naar het effect daarvan op opbrengst en slagingskans. In de daaropvolgende hoofdstukken worden op dezelfde wijze de verschillende fasen van het proces van een beursgang beschreven, waarbij opnieuw verscheidene alternatieven worden geëvalueerd.

Hoofdstuk 2 behandelt de voorbereidende fase die -naast de interne voorbereiding- met name bestaat uit de zogenaamde "pre marketing" waarbij de onderneming onder de aandacht van potentiële beleggers wordt gebracht en uit het opstellen van het prospectus, het informatiememorandum op basis waarvan beleggers al dan niet besluiten in te schrijven.

Hoofdstuk 3 gaat in op de periode van inschrijving, bestaande uit een intensieve verkoopinspanning, waarbij beleggers ook door middel van een "roadshow" door het bestuur van de onderneming worden benaderd en de inschrijving op de beursintroductie zelf.

Hoofdstuk 4 beschrijft de periode waarbij vraag en aanbod na de eerste notering gestabiliseerd worden.

Hoofdstuk 5 heeft betrekking op de periode na de beursgang.

Ten slotte zullen de bevindingen worden samengevat.

In het rapport zullen veel vaktermen worden gebruikt en verklaard. De termen beursgang, beursintroductie en initial public offering (afgekort tot IPO) hebben dezelfde betekenis en worden afwisselend gebruikt. Er is een onderscheid tussen een IPO via de verkoop van bestaande aandelen door een aandeelhouder en een IPO door uitgifte (emissie) van nieuwe aandelen door de onderneming. In het eerste geval komen de opbrengsten de verkoper toe, in het laatste de onderneming. Bij een beursgang van ABN AMRO is er bovendien sprake van een privatisering: de aandelen worden door de overheid verkocht aan private beleggers.

De Staat en de Stichting NLFI als aandeelhouder en uitvoerder van het beleid en beursgang zullen worden beschouwd als dezelfde partij en verder in het rapport als Staat worden aangeduid.

Fase	Onderdeel	Nr.	Alternatief
1. Beursgang			Beursgang via syndicaat van banken
		1	ABN AMRO leidt syndicaat alleen
		2	Agentschap leidt syndicaat
		3	Directe overdracht van aandelen aan burger
2. Voorbereiding	Prospectus		Door externe juridische adviseur van de onderneming
		4	Door onderneming zelf
	Pre Marketing		Door begeleidende banken
		5	Geen pre marketing
3. Inschrijving	Marketing		Roadshow georganiseerd door Global Co-ordinator
	Verkoop		Veiling via bookbuilding
		6	Aanbieding tegen vaste prijs
		7	Opbrengst vooraf garanderen
		8	Settlement risico overnemen
		9	Dutch Auction
		10	Dirty Dutch Auction
		11	Designated retail tranche
		12	Retail korting
		13	Retail loyaliteitsbonus
		14	Vaste provisie
		15	Discretionaire feestructuur
		16	Onafhankelijke adviseur
4. Stabilisatie			Eerste notering en stabilisatie
		17	Geen stabilisatie
		18	Geen greenshoe
		19	Potentiele winsten stabilisatie naar Staat
5. Vervolg transacties			Verkoop in tranches na lock/up periode
		20	Bought deal
		21	Accelerated bookbuild

Tabel 1: Hoofdstukindeling met de genummerde alternatieven die zijn onderzocht om kosten van een beursgang te minimaliseren onder de voorwaarde van een maximale opbrengst voor de Staat zonder de slagingskans te verminderen.

1. Een beursgang

Een beursgang heeft twee aspecten: de verkoop van aandelen en het verhandelbaar maken van die aandelen via een notering op een beurs. Het laatste is een relatief eenvoudig proces, het eerste vergt een grote inspanning. Als alleen een notering vereist is volstaat de hulp van een financieel adviseur zoals een accountant of een adviesbureau. Normaliter zal echter een notering worden aangevraagd met als doel aandelen te verkopen en dan is een internationaal verkoopnetwerk nodig dat intensief contact heeft met een brede basis van institutionele beleggers.

De rol van de begeleidende bank

De meeste handel in aandelen vindt plaats via banken. Zij staan continu in contact met kleine particuliere en grote institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars. De Staat zal van de verkoopnetwerken van banken gebruik moeten maken om de aandelen ABN AMRO bij beleggers te plaatsen.

Syndicaat

Bij een grote beursgang is het zelfs nodig meerdere banken in de vorm van een bankensyndicaat bij de transactie te betrekken. Aan het hoofd van dit syndicaat staan één of meerdere banken die het merendeel van het werk op zich nemen, de verkoper adviseren en het proces coördineren. Deze banken worden de “joint global co-ordinators” genoemd en staan aan het hoofd van het syndicaat. Zij zijn tevens “bookrunners”: de beheerders van het orderboek van de aandelen. De rest van het syndicaat helpt de global co-ordinators bij het plaatsen van de aandelen.

Kosten

De verkoper zal er naar streven dat zijn belangen en die van de begeleidende bank zo veel mogelijk dezelfde zijn, met als belangrijkste doel de aangeboden aandelen tegen de hoogst mogelijke prijs te verkopen. De provisie die met de bank wordt overeengekomen heeft daarom vrijwel altijd de vorm van een zogenaamde “success fee” in de vorm van een percentage van de opbrengst, vergelijkbaar met de verkoopcourtage van een makelaar. Dat wil zeggen dat de provisie alleen bij een succesvolle plaatsing wordt betaald, waarbij het betaalde bedrag een percentage is van de opbrengst: hoe groter het aantal geplaatste aandelen en hoe hoger de introductiekoers, hoe groter de betaalde provisie. Is de beursgang niet gelukt, dan wordt ook niets betaald.

De global co-ordinators zullen het merendeel van het voorbereidende werk verrichten, de belangstelling peilen, potentiële beleggers identificeren, de geschatte marktwaarde bepalen, een boekenonderzoek laten verrichten, de inschrijving begeleiden, het orderboek beheren, de aandelen overnemen en leveren en de koers na de beursgang stabiliseren. Ook zullen de global co-ordinators de verkoper adviseren over strategie en marketing, vaststelling van de introductiekoers en toewijzing van aandelen. Dit alles zal in de volgende hoofdstukken worden beschreven.

De gemiddelde provisie voor een syndicaat van banken voor een privatisering in Europa in de vorm van een beursgang bedraagt op dit moment iets minder dan 1% van de opbrengst[2].

---

[2] Zie Appendices B en C

Daarnaast moet worden gerekend met de kosten voor de bij het proces betrokken externe juridische adviseurs, de kosten van het drukken van het prospectus, reiskosten voor het bezoeken van beleggers en de kosten van de beurs waarop de aandelen zullen worden genoteerd waarvan ongeveer EUR 2,5–3,0 mln direct voor rekening van de Staat zullen komen. De grootste kostenpost betreft de kosten van de beurs (EUR 2 mln) en de kosten van de juridisch adviseur (EUR 400-500k) van het syndicaat. ABN AMRO Bank schat ongeveer EUR 10-15 mln aan kosten te zullen maken, waarvan het grootste deel (EUR 5-8 mln) bestaat uit communicatiekosten rond de beursgang. Omdat ABN AMRO een 100% deelneming is komen ook deze kosten indirect voor rekening van de Staat. Appendix C geeft een volledig overzicht van de geschatte kosten.

Vervolgtransacties

De kosten van de beursintroductie zijn relatief hoog ten opzichte van transacties van al genoteerde aandelen. Een verkoper zal daarom initieel zo min mogelijk aandelen verkopen om de rest in een of meerdere vervolgtransacties naar de markt te brengen. Aan de andere kant zullen genoeg aandelen moeten worden aangeboden om een voldoende verhandelbaarheid te garanderen. Grote beleggers zullen alleen inschrijven indien zij de zekerheid hebben dat zij na de introductie grote transacties op de beurs kunnen uitvoeren zonder de koers al te veel in beweging te brengen.

Na de beursgang en iedere volgende transactie zal de Staat de markt de zekerheid moeten bieden dat zij enige maanden zal wachten tot zij een vervolgtransactie zal uitvoeren. De mogelijkheid van een verkoop van het volgende blok aandelen zou anders de koers meteen bij de beursgang onder druk zetten[3]. Dat betekent dat de privatisering pas is voltooid nadat het laatste blok aan de beurs is verkocht, meestal pas na enkele jaren.

In de regel zal bij een beursgang ongeveer een kwart van de aandelen worden verkocht, waarbij vervolgtransacties tegen verwaarloosbare kosten kunnen worden uitgevoerd. Dat impliceert dat in het geval van een initiële provisie van bijvoorbeeld 1%, de gemiddelde provisie voor de hele privatisering ongeveer 0,25% van de totale opbrengst bedraagt. Bijvoorbeeld: stel bij een beursgang van een onderneming met een marktwaarde van 1 miljard wordt in eerste instantie een kwart van de aandelen aangeboden. De provisie bedraagt 1% van EUR 250 miljoen zijnde EUR 2,5 miljoen. Stel dat het mogelijk is de rest tegen verwaarloosbare kosten in drie tranches van 25% te verkopen, dan heeft de volledige verkoop 0,25% aan provisie gekost.

Alternatieven

De kosten van een beursgang van ABN AMRO zijn weliswaar een klein percentage van de totale marktwaarde, het absolute bedrag is toch aanzienlijk. Het loont om alternatieven te overwegen.

Alternatief 1: ABN AMRO begeleidt haar eigen beursgang

ABN AMRO heeft zelf een verkoopnetwerk en adviesafdeling waarmee zij in staat is beursgangen te begeleiden. Het ligt voor de hand te overwegen of zij dat ook voor haar eigen beursgang zou kunnen doen door als global co-ordinator op te

[3] Er is dan sprake van een zogenaamde “overhang”. Zie ook hoofdstuk 5 over vervolgtransacties en de “lock-up”

treden aan het hoofd van een syndicaat zodat de provisie grotendeels aan ABN AMRO wordt betaald.

In het licht van de maximalisatie van de verkoopopbrengst en van de slagingskans is het noodzakelijk dat een maximale inspanning wordt geleverd en alle potentiële beleggers worden bereikt. Voor een beursgang van deze omvang is het gebruikelijk meerdere joint global co-ordinators aan te stellen die de verantwoordelijkheid hiervoor gezamenlijk dragen. Door meerdere banken met gedeeltelijk complementaire capaciteiten en contacten aan te stellen kan de verkoper zich er van verzekeren dat alle potentiële beleggers optimaal worden bereikt. Bovendien maakt de Staat zich minder kwetsbaar door niet afhankelijk te zijn van een enkele global co-ordinator.

Ook moet worden gewaakt voor mogelijke uiteenlopende belangen tussen de Staat als verkopende aandeelhouder en ABN AMRO als lid van het syndicaat. Bovendien heeft ABN AMRO een bijzondere positie omdat zij mogelijk in de toekomst zelf aandelen zal willen uitgeven. In de volgende hoofdstukken wordt nader ingegaan op potentiële belangentegenstellingen en hoe daar mee om te gaan.

Kortom, ABN AMRO zal een belangrijke bijdrage kunnen leveren maar de Staat zal de hulp van meerdere global co-ordinators moeten inroepen om de aandelen wereldwijd aan te bieden en de benodigde ervaring en expertise bij het proces te betrekken.

Alternatief 2: Het Agentschap begeleidt de beursgang

Het Agentschap van de Generale Thesaurie is verantwoordelijk voor de financiering en het beheer van de Nederlands staatsschuld. Het Agentschap heeft zeer veel ervaring met het aanbieden van effecten in de vorm van leningen voor de Staat. De vraag is of het Agentschap dan ook de rol van global co-ordinator bij de beursgang van ABN AMRO op zich kan nemen.

Het is niet waarschijnlijk dat zo een belangrijke kostenbesparing gerealiseerd kan worden. Ten eerste heeft het Agentschap -anders dan een global co-ordinator- geen eigen verkoopnetwerk. De verkoopinspanning zal alsnog aan een syndicaat van banken moeten worden overgelaten dat daarvoor gecompenseerd zal willen worden. Ten tweede zijn er belangrijke verschillen tussen een beursintroductie en de uitgifte van staatsleningen. Zo is het vaststellen van de juiste introductiekoers bij een beursgang zeer moeilijk[4]. Bij de uitgifte van staatsleningen is dat juist relatief eenvoudig. Omdat al vele Nederlandse en vergelijkbare buitenlandse staatsleningen worden verhandeld kan de prijs van een nieuwe lening eenvoudig worden gerelateerd aan bestaande leningen.

Het proces rondom de uitgifte van een staatslening is daarom beter te vergelijken met de uitgifte of verkoop van aandelen die al aan een beurs genoteerd zijn. Toch is het onwaarschijnlijk dat een hoofdrol van het Agentschap bij vervolgtransacties tot lagere kosten zal leiden. Dergelijke aandelentransacties worden namelijk vanwege het veel lagere risico en de geringere inspanning voor veel lagere tarieven door banken uitgevoerd dan die van een beursgang.

Samenvattend zijn er bij een beursgang overeenkomsten tussen de werkzaamheden van het Agentschap en de rol van een global co-ordinator. Maar het zal zonder ervaring met een beursgang en door het ontbreken van een eigen

[4] Hier wordt in de volgende hoofdstukken uitgebreid op teruggekomen

verkoopnetwerk niet mogelijk zijn een kostenbesparing te realiseren zonder de opbrengst of slagingskans in gevaar te brengen.

Alternatief 3: Directe overdracht van aandelen aan de burger

De Staat streeft naar een maximale verkoopopbrengst. Voor de volledigheid is het goed stil te staan bij alternatieven in het geval geen verkoop vereist is en alleen een beursnotering zou volstaan.

Het is in principe mogelijk de aandelen niet te verkopen maar simpelweg over te dragen aan de burger. De vraag is hoe de aandelen dan te verdelen: iedere burger een gelijk aantal aandelen of naar rato van de individueel betaalde belasting als weerspiegeling van het aandeel in de financiële bijdrage voor de nationalisatie van ABN AMRO? Zal iemand die relatief veel belasting betaalt zo meer aandelen krijgen dan iemand die minder belasting betaalt? Daarnaast zullen alle burgers effectendepots moeten openen om de aandelen te kunnen ontvangen en bewaren, ook degenen die liever geld zouden hebben willen ontvangen. De totale kosten zouden daarmee groter zijn dan indien de Staat zou verkopen in naam van de belastingbetaler. Men zou in dit kader kunnen kiezen om niet de aandelen over te dragen maar de geldopbrengst aan de burger uit te keren. Uiteraard kan de Staat de opbrengst dan niet meer voor andere doeleinden, zoals aflossing van staatsschuld, gebruiken.

Conclusie en aanbeveling

Dit onderzoek heeft als doel te onderzoeken hoe de kosten van een beursgang kunnen worden geminimaliseerd onder de voorwaarde van een maximale opbrengst voor de Staat zonder de slagingskans te verminderen.

De bovenstaande overwegingen leiden tot de conclusie dat de begeleiding van de beursgang door een syndicaat van banken onder leiding van meerdere joint global co-ordinators de voorkeur verdient. ABN AMRO zal weliswaar een belangrijke bijdrage kunnen leveren, waardoor een deel van de kosten kan worden beperkt. Echter, de omvang en het belang van deze beursgang zijn zodanig dat het noodzakelijk is de verantwoordelijkheid over meerdere global co-ordinators te verdelen. Weliswaar heeft het Agentschap zeer veel ervaring met het aanbieden van effecten in de vorm van staatsleningen, het heeft geen eigen verkoopnetwerk en mist de ervaring van het begeleiden van een beursgang van aandelen.

De grootste kostenpost zal bestaan uit de provisie voor het syndicaat van banken die de Staat bij de beursgang begeleidt. Aan de andere kant zal de Staat vanwege het prestige van betrokkenheid bij een van de grootste beursgangen van Europa tegen zeer concurrerende tarieven de benodigde expertise kunnen inhuren.

Overigens is het aan te bevelen dat bijkomende kosten (zoals reiskosten) bij voorkeur niet apart door adviseurs en banken in rekening worden gebracht maar onderdeel zijn van het provisievoorstel zodat banken en adviseurs zelf verantwoordelijk zijn die bijkomende kosten te beperken. Omdat de provisie van de begeleidende banken voor het overgrote deel zal bestaan uit een vast percentage van de opbrengst is het verder aan te raden de begeleidende banken in een vroeg stadium te selecteren zodat zij zo snel mogelijk de Staat en ABN AMRO kunnen bijstaan in het proces.

De kosten van de initiële beursintroductie zijn relatief hoog ten opzichte van transacties van al genoteerde aandelen. De Staat zal initieel zo min mogelijk aandelen willen verkopen maar genoeg om voldoende verhandelbaarheid te

garanderen. De rest van het belang zal in meerdere vervolgtransacties naar de markt kunnen worden gebracht.

In de volgende hoofdstukken zal worden nagegaan hoe in de verschillende fasen van het proces verdere kostenreductie mogelijk is.

2. De voorbereiding

Interne voorbereiding

Als eerste zal de onderneming moeten voldoen aan de vereisten van een beursgenoteerde onderneming. Met name zal moeten worden voldaan aan de wettelijk eisen met betrekking tot de rapportageverplichtingen richting aandeelhouders en aan de inrichting van het bestuur. Aandeelhouders zullen zoveel mogelijk en tijdig op de hoogte moeten worden gehouden van alle voor hen relevante ontwikkelingen en resultaten. Grotere onzekerheid over de resultaten en toekomstverwachtingen leidt tot een lagere waardering. Tegelijkertijd zal de onderneming willen voorkomen dat sectorgenoten concurrentiegevoelige informatie krijgen.

Ook zullen intern procedures moeten worden opgezet zodat voorkomen wordt dat informatie sommige beleggers eerder bereikt dan andere waardoor deze een voorsprong hebben en met zogenaamde voorkennis voordeel kunnen behalen ten koste van nog niet geïnformeerde beleggers.

Op een gegeven moment zal de verkoper de global co-ordinators via een zogenaamde “beauty contest” selecteren waarbij de rest van het syndicaat op een later tijdstip zal worden uitgenodigd.

Nadat de global co-ordinators zijn geselecteerd start de voorbereiding van de transactie zelf. Deze voorbereiding bestaat hoofdzakelijk uit twee onderdelen: het onder de aandacht brengen van de beurskandidaat via de zogenaamde “pre marketing” en het opstellen van het prospectus, het informatiememorandum voor de beursgang.

Pre marketing

Equity Story

In aanloop naar de beursgang zal de onderneming werken aan de zogenaamde "equity story": waarom is een belegging in dit bedrijf aantrekkelijk? Op basis van een vergelijking met al genoteerde concurrenten zal een beeld gevormd moeten worden hoe de bank aan potentiële beleggers zal worden gepresenteerd. Aandacht zal worden besteed aan de resultaten uit het verleden, de strategie, de mogelijkheden voor de toekomst maar ook de risico’s en bedreigingen. De equity story zal de basis vormen voor de marketing inspanning van de begeleidende banken en het bestuur van de onderneming via presentaties en gesprekken met potentiële aandeelhouders.

Het formuleren van de equity story is het verlengde van de strategie van de onderneming. De onderneming is daarom primair verantwoordelijk voor het formuleren ervan. De onderneming zal met behulp van de global co-ordinators op basis van het commentaar van beleggers de equity story verder uitwerken.

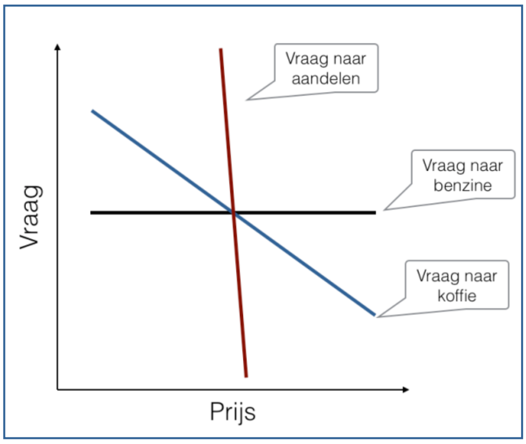
Verder zullen de global co-ordinators hun experts inschakelen om de marktwaarde te schatten, hun verkoopafdelingen zullen beleggers benaderen om samen met hun belegginsanalisten de equity story toe te lichten en de belangstelling te peilen.

Marktwaarde

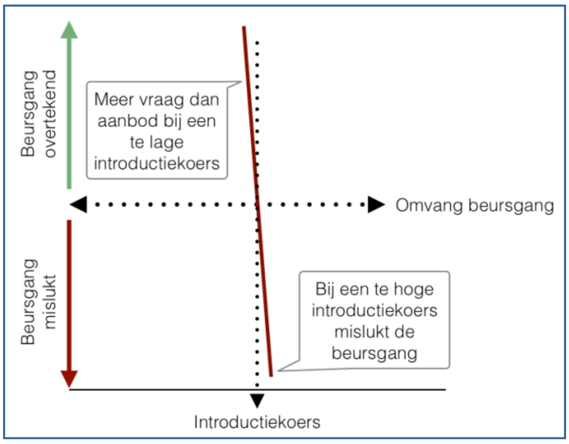
In deze fase moet ook de geschatte marktwaarde worden vastgesteld. De schatting vindt in eerste instantie plaats op basis van vergelijkbare, al genoteerde

ondernemingen. De schatting van de marktwaarde wordt vervolgens op basis van gesprekken met beleggers verder verfijnd. Dit is nog geen exacte marktwaarde, het blijft vooralsnog bij een benadering. Deze geschatte marktwaarde wordt bij de start van de inschrijving als eerste indicatie van de waarde aan beleggers gecommuniceerd in de vorm van een bandbreedte ("price range").

Het vaststellen van de juiste introductiekoers luistert zeer nauw. Bij een te lage koers explodeert de vraag, een iets te hoge prijs betekent een mislukte beursgang. Dit fenomeen is te verklaren aan de hand van het begrip prijselasticiteit. Als bijvoorbeeld de prijs van koffie stijgt zal de vraag afnemen omdat consumenten overstappen naar een alternatief, bijvoorbeeld thee. De mate waarin de vraag naar een product afhankelijk is van de prijs heet de prijselasticiteit van de vraag. De vraag naar benzine is bijvoorbeeld prijsinelastisch: ook al stijgt de prijs, bij gebrek aan alternatieven blijft de vraag constant. Aandelen zijn daarentegen extreem prijselastisch. Worden aandelen te goedkoop aangeboden, wil iedereen de aandelen hebben, zijn ze te duur, verdwijnt de vraag omdat zoveel alternatieve beleggingen beschikbaar zijn.



Afbeelding 1: Prijselasticiteit van de vraag



Afbeelding 2: Prijselasticiteit van aandelen

Prospectus

Een prospectus is bij een beursgang verplicht. Het prospectus bevat alle voor de potentiële investeerder noodzakelijke informatie om een beslissing te kunnen nemen. Het prospectus moet volledig zijn, het moet een eerlijk beeld van de onderneming schetsen inclusief alle risico's en moet overige voor de belegger van belang zijnde feiten vermelden. Indien het prospectus bijvoorbeeld onvolledig of misleidend is kunnen de Staat als verkopende aandeelhouder, de onderneming én de begeleidende banken door de belegger aansprakelijk worden gesteld.

Het prospectus is net als de equity story primair de verantwoordelijkheid van de onderneming. Het wordt grotendeels in haar opdracht door haar juridisch adviseur opgesteld, aangevuld met informatie over de verkoper, de begeleidende banken en de verkoopprocedure.

Zorgvuldig moet er voor worden gezorgd dat de onderneming tijdens de marketinginspanning en in het prospectus op dezelfde wijze aan beleggers wordt gepresenteerd. Als het bestuur bijvoorbeeld een positiever beeld schetst dan het prospectus zouden beleggers kunnen wijzen op het feit dat zij hun beslissing om te investeren hebben genomen op basis van de positieve uitspraken van het bestuur ook al zijn de risico's adequaat in het prospectus beschreven.

Due diligence

Behalve de onderneming en de verkopende aandeelhouder kunnen ook de begeleidende banken aansprakelijk worden gesteld indien het prospectus onjuist is. De global co-ordinators zullen daarom de inhoud van het prospectus laten controleren door de onderneming door middel van een zogenaamd “due diligence” onderzoek. Dit is een boekenonderzoek waarbij ook locaties zullen worden bezocht en het bestuur alsmede belangrijke medewerkers zullen worden geïnterviewd. Ook belangrijke klanten en toeleveranciers kunnen worden benaderd als dit relevant is. Dit onderzoek wordt voor het belangrijkste deel uitgevoerd door de juridische adviseur van de onderneming die vervolgens door de global co-ordinators gevraagd zal worden te bevestigen dat het prospectus juist en volledig is. Verder zal de accountant van de onderneming gevraagd worden de financiële rapportages in het prospectus te controleren en de begeleidende banken een accountantsverklaring te verstrekken in de vorm van een zogenaamde “comfort letter”.

Alternatieven

Alternatief 4: Prospectus alleen opgesteld door ABN AMRO

Het prospectus is primair de verantwoordelijkheid van ABN AMRO en zou in principe ook zonder hulp van een juridisch adviseur opgesteld kunnen worden. Dit zou onverstandig zijn aangezien een ontoereikend prospectus grote juridische risico’s met zich brengt. Omdat naast ABN AMRO ook de Staat verantwoordelijk is voor de inhoud van het prospectus zou dit een onacceptabel risico voor de Staat kunnen opleveren. Ten slotte zal het bankensyndicaat een schriftelijke bevestiging van de externe juridische adviseur van de onderneming eisen over de juistheid en volledigheid van het prospectus in de vorm van een juridische opinie. In het vervolg is alleen bij relatief omvangrijke emissies van nieuwe aandelen een prospectus vereist, bestaande aandelen kunnen door de Staat zonder prospectus worden verkocht.

Alternatief 5: Geen pre marketing

Pre marketing is niet nodig als alle potentiële beleggers ABN AMRO goed zouden kennen en een introductiekoers ook zonder de visie van beleggers kan worden vastgesteld. Dat is bij ABN AMRO niet het geval. ABN AMRO is al enkele jaren niet meer genoteerd aan een beurs, heeft nog geen externe aandeelhouders en wordt na de nationalisatie niet meer gevolgd door beleggingsanalisten. Er zal een inspanning moeten worden geleverd om potentiële beleggers voor ABN AMRO te interesseren en de strategie van ABN AMRO te presenteren. Bij een vervolgtransactie kan de pre marketing achterwege blijven. Dan heeft ABN AMRO inmiddels een beursnotering en wordt het aandeel door beleggingsanalisten gevolgd.

Conclusie en aanbeveling

Zonder de slagingskans of opbrengst in gevaar te brengen is het niet mogelijk veel kosten te besparen door pre marketing over te slaan of het opstellen van het prospectus alleen aan ABN AMRO over te laten. Bij vervolgtransacties is pre marketing van minder belang, het aandeel heeft een notering en wordt door analisten gevolgd. Bij een beursintroductie of een emissie van nieuwe aandelen is

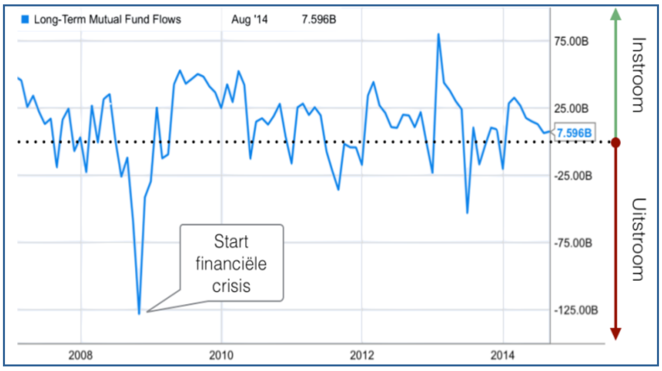
een prospectus vereist. Bij de verkoop van bestaande aandelen van een beursgenoteerd fonds is een prospectus niet nodig.

3. Inschrijving

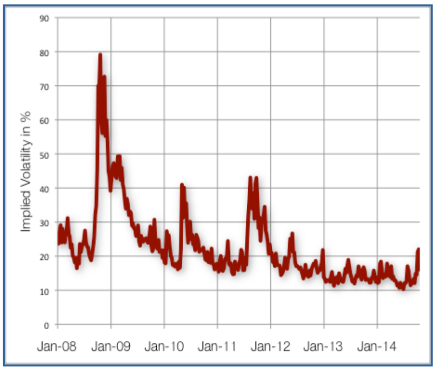
Na afronding van de pre marketing fase hebben de verkoper en de global co-ordinators een indruk gekregen van de potentiële belangstelling voor het nieuwe beursfonds en van de uiteindelijke marktwaarde. Verder weten het syndicaat en de onderneming op welke beleggers zij hun aandacht gedurende de inschrijvingsperiode zullen moeten richten.

Het exacte moment van opening van de inschrijving zal afhangen van de marktomstandigheden. In een volatiele markt zullen beleggers vanwege de onzekerheid over de marktwaarde terughoudend zijn. Bovendien moeten beleggers voldoende geld voor de inschrijving beschikbaar hebben. Geld komt uiteraard vrij door andere aandelen te verkopen, maar voor institutionele beleggers[5] is de opbrengst van verkooptransacties van aandelen op de beurs meestal veel kleiner dan de omvang van een inschrijving bij een beursgang. Om die reden is het geld voor een inschrijving meestal afkomstig van door deelnemers nieuw ingebracht kapitaal. Dat impliceert tegelijkertijd dat aandelen moeilijker te plaatsen zijn als beleggers geld aan beleggingsfondsen onttrekken.

Een indicatie hiervoor wordt gegeven door te kijken naar de statistieken van de instroom van nieuw geld in beleggingsfondsen (“funds flow”) en de verwachte volatiliteit van de aandelenmarkt afgeleid van de waarde van opties op aandelen (“implied volatility”)[6]:



Afbeelding 3: Funds flow



Afbeelding 4: Implied volatility

Launch

Zodra de signalen op groen staan zal het prospectus de avond voor de start van de inschrijving worden aangepast aan de allerlaatste ontwikkelingen. De ochtend van de inschrijving wordt een persbericht uitgebracht waarin de start wordt aangekondigd en de omvang van de transactie bekend wordt gemaakt. Ook wordt nu een prijsindicatie in de vorm van een bandbreedte (“price range”) aan institutionele beleggers gecommuniceerd op basis van de schatting die is gemaakt tijdens de voorbereidende fase. Het prospectus wordt beschikbaar gesteld via een website en in drukvorm. De inschrijving wordt vervolgens geopend.

Roadshow

Gedurende de inschrijvingsperiode zal het bestuur van de onderneming via een zogenaamde “roadshow” zoveel mogelijk van de gedurende pre marketing

---

[5] Pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsfondsen

[6] Bron: Long term mutual funds flow equities en S&P 500 CBOE Implied Volatility VIX: www.ycharts.com

geïdentificeerde beleggers bezoeken. Het bestuur krijgt daarmee de mogelijkheid beleggers persoonlijk te ontmoeten en de "equity story" toe te lichten.

Orderboek

Het vaststellen van de uiteindelijke introductiekoers en de toewijzing van aandelen vindt tegenwoordig vrijwel altijd plaats via een veiling. Dit wordt "bookbuilding" genoemd. De procedure is als volgt:

Beleggers kunnen gedurende een periode van één tot twee weken op basis van de geïndiceerde bandbreedte aan de banken in het syndicaat aangeven tegen welke prijs zij bereid zijn aandelen af te nemen. Zolang het orderboek open staat kunnen beleggers hun orders aanpassen of zelfs terugtrekken. De begeleidende banken zullen gedurende deze periode continu met potentiële beleggers in contact staan. Het is een iteratief proces waarbij het streven zal zijn om bij verschillende prijsniveaus de omvang van de belangstelling steeds nauwkeuriger vast te stellen zonder dat koper en verkoper zich definitief committeren.

Ook kan men een zogenaamde "bestens" order plaatsen. Dat wil zeggen dat de belegger bereid is de introductiekoers te betalen die uiteindelijk via de veiling wordt vastgesteld, ongeacht de hoogte van die koers. Particuliere beleggers zullen in de regel alleen via een bestens order kunnen inschrijven.

De verkoper kan bij grote belangstelling tijdens de inschrijving de omvang uitbreiden, de bandbreedte verhogen en de inschrijving voortijdig sluiten. Bij onvoldoende belangstelling kan de bandbreedte worden verlaagd of de omvang van het aanbod worden verkleind. In het uiterste geval kan de veiling worden stopgezet[7].

Aan het eind van de veiling krijgen beleggers op basis van een laatste prijsindicatie nog een laatste kans hun inschrijving aan te passen of in te trekken waarna vervolgens de inschrijving wordt gesloten. Na sluiting kunnen beleggers geen orders meer aanpassen, terugtrekken of inleggen. De inschrijving is definitief.

Pricing en allocation

Na sluiting zal het orderboek geanalyseerd worden om de definitieve introductiekoers te bepalen en de aandelen aan individuele beleggers toe te wijzen.

Underwriting

Zodra prijs en toewijzing zijn vastgesteld worden de aandelen door het bankensyndicaat overgenomen en de opbrengst aan de verkoper gegarandeerd, dit wordt "underwriting" genoemd.

Settlement risk

De banken van het syndicaat zullen vervolgens de aandelen aan de beleggers tegen betaling leveren. De banken lopen het risico dat de kopers door bijvoorbeeld faillissement de aandelen niet kunnen afnemen. De aandelen zullen in dat geval niet geleverd worden en blijven in bezit van de desbetrefeffende bank die de aandelen mogelijk tegen een verlies in de markt zal moeten verkopen. De

[7] "Pulling the offering"

levering tegen betaling heet “settlement”. Het risico van een mislukte levering heet “settlement risk”.

MAC clause

Om het settlement risico te beperken wordt tussen verkoper en syndicaat meestal een zogenaamde Material Adverse Change (MAC) clausule afgesproken. Die clausule treedt in werking als een grote marktverstoring plaatsvindt waardoor een groot deel van de leveringen niet zal slagen, bijvoorbeeld door een technische storing of een natuurramp. In dat geval wordt het syndicaat ontslagen van de verplichting de aandelen over te nemen.

Alternatieven

De procedure rond de vaststelling van de prijs en toewijzing van de aandelen is het meest controversiële aspect van een veiling via de hierboven beschreven bookbuild methode. Bij de bookbuild methode is de verkoper niet gehouden aan objectieve, vooraf vastgestelde criteria maar behoudt alle flexibiliteit tijdens het proces. De verkoper kan de omvang van de transactie wijzigen, de duur verkorten of verlengen, de uiteindelijke koers en toewijzing vrij bepalen of zelfs de veiling afblazen. Deze flexibiliteit heeft grote voordelen maar betekent ook dat de verkoper belangrijke beslissingen zal moeten nemen op basis van informatie en advies van de begeleidende banken. Het gebrek aan objectiviteit geeft een onbevredigend gevoel omdat de belangen van verkoper en begeleidende banken niet altijd dezelfde zijn.

Dit openbaart zich vooral indien zich onmiddellijk na de eerste notering een koerssprong voordoet. Beleggers hebben de aandelen verkregen tegen een koers die lager is dan de eerste beurskoers. Hierdoor lijken beleggers de aandelen te goedkoop te hebben gekocht: de zogenaamde “IPO discount”.

Het is daarom van belang stil te staan bij mogelijke alternatieven voor de bookbuild methode om te beoordelen of het mogelijk is de opbrengst via een alternatieve methode te verhogen.

Alternatief 6: Vaste prijs

Het is ten eerste mogelijk om helemaal geen veiling te houden en de aandelen tegen een vaste koers aan te bieden. Dit was in het verleden gebruikelijk. Na opening van de inschrijving kon de prijs niet meer worden aangepast, ook al viel de belangstelling mee of tegen. Dat betekende wel dat de introductiekoers met een grote korting moest worden vastgesteld om zeker te zijn dat voldoende aandelen zouden worden afgenomen. Deze tekortkoming leidde er toe dat men vanaf de jaren negentig van de vorige eeuw vrijwel overal is overgestapt op systemen waarbij op basis van een veiling de introductiekoers wordt vastgesteld.

Alternatief 7: De opbrengst vooraf garanderen

In het verleden was het gebruikelijk dat de begeleidende banken bij een beursgang de opbrengst vooraf garandeerden: dit heet “hard underwriting”, er is dan sprake van een “bought deal”. Dit in tegenstelling tot de huidige procedure om de opbrengst pas na de inschrijvingsperiode te garanderen. Het laatste wordt “soft underwriting” genoemd.

Bij hard underwriting wordt de garantie afgegeven zonder de introductiekoers via een veiling vooraf te kunnen bepalen. De risico’s hiervan zijn bij een omvangrijke

beursgang zo groot dat de kosten ervan niet opwegen tegen het voordeel van een gegarandeerde opbrengst. Hard underwriting vindt bij beursgangen van enige omvang niet meer plaats.

Alternatief 8: De Staat neemt het settlement risico over

Bij soft underwriting loopt het syndicaat slechts het risico dat een belegger niet in staat is te betalen voor de aandelen waarvoor is ingeschreven. De aandelen blijven dan op de balans van de bank die deze eventueel met een verlies moet verkopen. Het gaat hier slechts om een beperkt risico. Overname door de Staat van dit risico zal geen belangrijke kostenbesparingen opleveren.

Alternatieve veilingmethoden

Bij elk alternatief voor de bookbuild methode zal flexibiliteit worden opgegeven in ruil voor grotere objectiviteit bij vaststelling van de prijs en toewijzing van de aandelen om zo minder afhankelijk te zijn van het advies van de begeleidende banken.

Alternatief 9: Dutch Auction

Tijdens de inschrijfperiode van een “Dutch Auction” plaatsen beleggers op dezelfde wijze als bij bookbuilding hun orders. Het verschil is dat de prijs aan het eind van de inschrijfperiode wordt vastgesteld door de koers te bepalen waarbij precies genoeg aandelen kunnen worden geplaatst. De verkoper moet het veilingresultaat volgen. De koers kan niet lager dan het veilingresultaat worden vastgesteld. Het is ook niet mogelijk sommige beleggers relatief meer aandelen toe te wijzen dan anderen.

Alternatief 10: Dirty Dutch Auction

Bij een “Dirty Dutch Auction” heeft de verkoper nog steeds geen vrijheid bij toewijzing maar kan wel een lagere koers kiezen. Dat betekent dat bij de toewijzing van aandelen alle beleggers zonder onderscheid gerantsoeneerd zullen moeten worden: beleggers krijgen een percentage van hun inschrijving.

Daarbij moet worden benadrukt dat alle andere aspecten van een beursgang via een Dutch Auction op dezelfde manier zijn gestructureerd als bij een beursgang via bookbuilding, inclusief het aanstellen van global co-ordinators, het doen van pre marketing, publicatie van een prospectus, etc. Het enige veschil is dat de verkoper de aandelen niet langer naar eigen inzicht kan toewijzen maar het resultaat van de veiling moet accepteren.

Zo werd de beursgang van Google in 2004 uitgevoerd via een dergelijke Dirty Dutch Auction[8]. Beleggers konden aangeven hoeveel aandelen tegen welke prijs zij wilden afnemen. De verkoper had net zoals bij bookbuilding de vrijheid de omvang en de duur van de veiling tijdens het proces te wijzigen. Ook behield de verkoper het recht de introductiekoers naar eigen inzicht met een korting vast te stellen. De verkoper had alleen niet het recht de aandelen naar eigen inzicht te alloceren. Alle aandelen werden toegewezen zonder onderscheid te maken tussen individuele beleggers. De hoop was dat door een objectieve toewijzing van aandelen ook de introductiekoers puur op basis van het veilingresultaat kon worden vastgesteld. Voor een succesvolle plaatsing bleek het toch nodig de aandelen met een forse

---

[8] Bron: Voorlopig prospectus Google dd 18/8/2004; http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504142742/ds1a.htm#toc59330_6

korting te plaatsen[9]. De IPO van Google was daardoor minder succesvol dan verwacht.

De noodzaak van vrijheid bij toewijzing versus de IPO discount

Waarom is flexibiliteit bij toewijzing van belang? Op het moment van inschrijving bestaat er nog geen beurskoers die als leidraad kan dienen, er is alleen een door de begeleidende bank geïndiceerde bandbreedte. De belegger moet voor een groot deel zelf een oordeel vormen over de marktwaarde. De eerste kopers verwachten voor het risico en de hiervoor benodigde inspanning gecompenseerd te worden. Hiertoe zullen zij inschrijven tegen een koers die lager ligt dan de uiteindelijke marktwaarde, met andere woorden inschrijven met een korting: de IPO discount.

Sommige inschrijvers lopen weliswaar het risico van de onzekerheid over de marktwaarde maar hebben geen inspanning verricht om de marktwaarde te bepalen. Toch profiteren zij evenzeer van de gehele korting inclusief de compensatie voor de inspanning: het “free rider” probleem. Met andere woorden een deel van de beloning door middel van de IPO discount lekt weg naar de free riders. Sommige beleggers schrijven in met als enig doel de korting zo snel mogelijk te incasseren door de aandelen direct op de eerste beursdag te verkopen, het zogenaamde “flippen”.

De verkoper zal bereid zijn alleen beleggers die een inspanning hebben geleverd te belonen. Het is daarom van belang dat de verkoper de mogelijkheid heeft om zo veel mogelijk aan serieuze beleggers te kunnen toewijzen en deze flippers te korten. De verkoper zal dit doen op basis van het advies van de begeleidende banken.

In het geval van een Dutch Auction heeft de verkoper deze vrijheid om preferent toe te wijzen niet waardoor beleggers er niet op kunnen vertrouwen dat zij voor hun inspanning worden beloond. Zij zullen niet geneigd zijn een inspanning te leveren of alleen inschrijven met een veel grotere korting. Bij de veiling van de Google-aandelen werd een introductiekoers vastgesteld die lager was dan het veilingresultaat, klaarblijkelijk om aan voldoende serieuze beleggers te kunnen toewijzen.

Dit alles betekent wel dat het orderboek voldoende ruimte moet bieden om aandelen preferent toe te wijzen. De totale orderomvang inclusief de orders van mindere kwaliteit moet groter zijn dan de totale hoeveelheid beschikbare aandelen, het boek moet overtekend zijn. Dan is het mogelijk sommige orders te korten ten gunste van andere. De mate waarin het boek is overtekend geeft daarom een indicatie in hoeverre de verkoper genoeg aandelen kan plaatsen bij serieuze beleggers.

Kortom, flexibiliteit bij toewijzing is noodzakelijk om zo veel mogelijk te voorkomen dat de beloning voor de inspanning die door serieuze beleggers bij een beursgang wordt geleverd weglekt naar free riders. Dit is de hoofdreden dat een veiling via de bookbuilding methode superieur is aan de overige veilingmethoden die tot nu toe zijn ontwikkeld.

> *Een rekenvoorbeeld: Stel er zijn twee potentiële beleggers en de verkoper biedt twee aandelen aan. Belegger A heeft een inspanning geleverd om de*

---

[9] De introductiekoers van Google was USD 85. De koers sloot aan het eind van de eerste dag van notering rond de USD 100.

marktwaarde te schatten en komt op een waarde van 100. De inspanning heeft in totaal 20 gekost. Belegger B heeft geen inspanning geleverd. Belegger A en B zijn beiden geïnteresseerd in maximaal twee aandelen.

In een Dutch Auction verwacht belegger A echter dat hem maar 1 aandeel zal worden toegewezen omdat hij weet dat belegger B ook geïnteresseerd is. Belegger A zal daarom inschrijvingen tegen 80, de maximale marktwaarde van 100 min 20, de totale kosten van zijn inspanning. Belegger B heeft geen inspanning geleverd en plaatst een "bestens order[10]" om aandelen tegen de introductiekoers te kopen. De verkoper is bij een Dutch Auction gedwongen beide beleggers ieder één aandeel toe te wijzen tegen een introductiekoers van het veilingresultaat 80. De totale opbrengst van de beursgang is daarmee 160.

Bij bookbuilding kan de verkoper de bestens order negeren. Belegger A heeft vooraf meer zekerheid dat zijn volledige order zal worden toegewezen en zal daarom bereid zijn de kosten over twee aandelen te verdelen. A schrijft in voor twee aandelen tegen een prijs van 100 –10 (de helft van de kosten) = 90. B schrijft wederom bestens in. De verkoper zal twee aandelen aan A toewijzen tegen 90, geen aandelen aan B. Totale opbrengst 180 in plaats van 160. Een optimale uitkomst voor zowel verkoper als belegger A.

Het volksaandeel

Een volksaandeel is een aandeel dat in relatief kleine hoeveelheden door veel particuliere beleggers wordt gehouden.

Indien gewenst zijn er een aantal opties die de Staat zou kunnen overwegen.

Alternatief 11: Designated tranche

Besloten kan worden dat een blok aandelen gereserveerd wordt waarop alleen particuliere beleggers kunnen inschrijven: een "designated retail tranche". De hoeveelheid aandelen beschikbaar voor institutionele beleggers wordt daarmee verkleind. Dit heeft voor het succes van de beursgang voor- en nadelen. Particuliere beleggers zullen normaliter bestens inschrijven, dat betekent dat zij geen prijsindicatie bij hun inschrijving meegeven en de prijs betalen die door het bookbuild-proces is bepaald. Een nadeel daarvan zou kunnen zijn dat de verkoper minder indicaties voor de juiste prijs krijgt en de prijs daardoor minder nauwkeurig kan vaststellen. Voordeel is dat er bij een gewilde beursgang door het geringere aantal beschikbare aandelen meer concurrentie voor de wel beschikbare aandelen zal zijn.

Alternatief 12: Korting

Besloten kan worden de particuliere belegger een extra korting te geven om inschrijvingen te stimuleren. Bij de privatisering van KPN indertijd is een korting van ongeveer 5% verleend. Nadeel is dat veel beleggers zullen besluiten deze korting meteen te gelde te maken door de aandelen direct te verkopen ("flippen"). Bovendien creëert dit een instabiliteit in de markt direct na de beursgang. Er zal onvoldoende vraag zijn om het grote aanbod van door flippers

[10] Een bestens order is een effectenorder waarbij de koper geen koers opgeeft maar aangeeft de laagste prijs te willen betalen die wordt aangeboden, ook wel "at market" genoemd. IN het geval van een beursgang is dat de introductiekoers die via de veiling wordt vastgesteld.

verkochte aandelen op te vangen. De aangeboden aandelen zullen daardoor waarschijnlijk gedeeltelijk door het syndicaat moeten worden teruggekocht om vraag en aanbod in evenwicht te brengen. Dit is gebruikelijk. Het syndicaat zal hier tot op zekere hoogte op kunnen anticiperen door meer aandelen toe te wijzen dan beschikbaar zijn en het tekort te dekken via de koop van aangeboden aandelen (dit heet het opbouwen van een "short positie" via overallocatie). De kosten als gevolg van de onzekerheid over het exacte aantal aandelen dat zal terugvloeien en de prijs waartegen deze opgekocht zullen worden zullen de opbrengst voor de Staat verkleinen.

Alternatief 13: Loyaliteitsbonus

Een variant is om particuliere beleggers nadat zij bijvoorbeeld een jaar aandeelhouder zijn geweest voor elke tien aandelen een extra aandeel te geven. Hierdoor wordt het flippen tegengegaan en een vaste groep aandeelhouders gecreëerd. Nadeel is de administratieve inspanning die moet worden geleverd om dit te implementeren.

IPO Discount

Het nadeel van particuliere beleggers bij een beursgang is dat particuliere beleggers in tegenstelling tot institutionele beleggers niet in staat zijn een bijdrage te leveren aan het vaststellen van de introductiekoers. Zij zullen profiteren van de IPO discount zonder dat er een inspanning tegenover staat. Dat betekent dat waarde weglekt van de Staat naar de particuliere belegger.

Alternatieve provisiestructuren

Alternatief 14: Vaste provisie

Doordat in het geval van een success fee de banken van het syndicaat een percentage van de opbrengst ontvangen heeft het syndicaat weliswaar belang bij een relatief hoge koers maar dat belang valt in het niet bij het wel of niet doorgaan van de transactie. Er is daarom de zorg dat de begeleidende bank de verkoper onder druk zal zetten de beursgang door te laten gaan ongeacht de prijs.

Een vaste vergoeding die onafhankelijk is van het wel of niet doorgaan biedt echter geen oplossing. In een dergelijk geval wordt het syndicaat betaald ongeacht of aandelen zijn geplaatst. Hierdoor zal de begeleidende bank weliswaar geen belang hebben de verkoper onder druk te zetten om goedkoop te verkopen, maar de belangen van verkoper en syndicaat liggen nog verder uit elkaar dan bij de traditionele success fee: de begeleidende bank wordt betaald ook al wordt geen enkel aandeel verkocht.

Bij een success fee in de vorm van een vast bedrag in plaats van een percentage van de opbrengst hebben de begeleidende banken weliswaar belang bij het slagen van de beursgang maar hebben geen direct belang bij het maximaliseren van de opbrengst. Dit alternatief voldoet daarmee niet aan de doelstelling van de Staat.

Alternatief 15: Discretionaire provisie

Als onderdeel van een success fee in de vorm van een vast percentage kan de verkoper wel overwegen een variabele "discretionary incentive fee" toe te kennen: een soort fooi die bij tevredenheid over het proces op basis van al dan niet vooraf vastgestelde criteria geheel of slechts gedeeltelijk door de verkoper toegekend kan worden. Dit biedt de mogelijkheid om ook rekening te houden met minder

goed te definiëren aspecten van de beursgang, bijvoorbeeld de kwaliteit van het advies. Probleem voor de Staat zal zijn dat criteria transparant en objectief dienen te zijn terwijl het doel van een discretionaire provisie juist is om minder goed definieerbare zaken al dan niet te belonen. Kortom een discretionair element kan een effectieve aanvulling zijn, maar zal voor de Staat niet eenvoudig te implementeren zijn.

Alternatief 16: Een onafhankelijk adviseur

In plaats van een vaste vergoeding voor de global co-ordinators is het ook mogelijk om een additionele adviseur die zelf geen aandelen zal plaatsen tegen een vaste vergoeding in te huren om zo het geschetste belangenconflict onder alternatief 15 te vermijden. Deze adviseur kan een onafhankelijke opinie geven op momenten dat de belangen van verkoper en global co-ordinator uiteen zouden kunnen lopen. Het inschakelen van een onafhankelijke adviseur is bij grote transacties inmiddels gebruikelijk.

Conclusie en aanbeveling

Het is voor de minimalisatie van de kosten en de maximalisatie van de opbrengst en slagingskans noodzakelijk de aandelen te veilen om de marktwaarde zo dicht mogelijk te benaderen. Flexibiliteit bij vaststelling van de koers en toewijzing van de aandelen wordt aangewend om beleggers te kunnen belonen voor hun inspanning en te voorkomen dat deze beloning weglekt naar inschrijvers die geen inspanning hebben geleverd.

Dit betekent wel dat de verkoper belangrijke beslissingen moet nemen op basis van informatie en advies van de begeleidende banken met mogelijk andere belangen.

Om de verwachte opbrengst te maximaliseren zal het streven moeten zijn institutionele, langetermijnbeleggers voor de beursgang te interesseren. Een volksaandeel kost de Staat geld: zelfs als geen korting, loyaliteitsbonus of anderszins wordt verstrekt profiteert de particuliere belegger van de IPO discount en vermindert daarmee de totale opbrengst voor de Staat. Bovendien zal op een eventuele op particuliere beleggers gerichte publiciteitscampagne bespaard kunnen worden.

Het belangenconflict tussen de Staat en het syndicaat kan niet worden opgelost door het syndicaat een vaste vergoeding te betalen. Een betere oplossing is naast de begeleidende banken ook een onafhankelijke adviseur tegen een vaste vergoeding in te schakelen die zelf geen aandelen zal plaatsen.

4. Eerste notering en stabilisatie

De dag na toewijzing start de handel in het aandeel. De prijs waartegen de eerste transactie op de beurs plaatsvindt heet de eerste notering.

Stabilisatie

Ook al is bij bookbuilding getracht de toewijzing van aandelen zo zorgvuldig mogelijk uit te voeren, toch zal er onzekerheid blijven. Sommige beleggers zullen niet volledig transparant zijn geweest en toch hun aandelen willen flippen, andere beleggers kunnen meer of minder aandelen hebben gekregen dan verwacht, misschien waren er te weinig kwaliteitsorders of is de beurs onverwacht volatiel op de eerste beursdag. Met de eerste notering start daarom een periode van instabiliteit: vraag en aanbod zullen niet direct in evenwicht zijn.

Het syndicaat zal de direct na de beursgang aangeboden aandelen moeten opkopen om vraag en aanbod in evenwicht te houden en zal daarmee proberen te voorkomen dat door een groot aanbod de koers sterk zal dalen.

Stabilisatie is noodzakelijk voor het slagen van de beursgang omdat beleggers minder snel geneigd zullen zijn in te schrijven als zij vooraf niet de zekerheid hebben dat vraag en aanbod direct na de beursgang in evenwicht zullen worden gebracht. Bovendien zou de ervaring met een sterke daling van de koers na de beursgang de slagingskans van een vervolgtransactie in gevaar kunnen brengen.

Greenshoe

Om dit aanbod zonder verlies op te kunnen vangen is de volgende methode ontwikkeld. Het syndicaat zal in totaal meer aandelen toewijzen dan de verkoper bij de beursgang aanbiedt. Het syndicaat heeft dus een tekort: de banken hebben meer aandelen verkocht dan zij hebben gekregen. Nu zijn er twee mogelijkheden: beleggers bieden direct na de beursgang aandelen aan tegen een lagere koers dan de introductiekoers. In dat geval kopen de banken deze aandelen op en ontstaat een winst: aandelen zijn toegewezen tegen de hoge introductieprijs, na de beursgang teruggekocht tegen de lagere koers. De andere mogelijkheid is dat de koers na introductie stijgt. Als het tekort aangevuld zou moeten worden door op de beurs te kopen zou een verlies ontstaan: teveel aandelen toewijzen tegen de introductiekoers, het tekort terugkopen tegen de inmiddels hogere beurskoers. Om dat te voorkomen wordt tussen het syndicaat en de verkoper afgesproken dat het syndicaat extra aandelen van de verkoper kan kopen tegen de lagere introductiekoers. Dit heet een “greenshoe optie”.

Samengevat: bij een lagere koers zullen banken het tekort aanzuiveren door aankopen in de markt, bij een hogere koers door extra aandelen te kopen van de verkoper tegen de oorspronkelijke introductiekoers.

De grootte van de greenshoe is in de regel niet meer dan 15% van de omvang van de beursgang. Dit geeft enige marge om het aanbod op te vangen maar de stabilisatie kan niet oneindig doorgaan zonder verlies te leiden.

Door te stabiliseren wordt de vrije prijsvorming beïnvloed. Stabilisatie wordt daarom alleen onder strikte voorwaarden en alleen gedurende een beperkte periode[11] toegestaan.

[11] Meestal maximaal dertig dagen. De looptijd van de greenshoe valt hiermee samen

Alternatieven

Alternatief 17: Niet stabiliseren

De greenshoe optie die de verkoper aan het syndicaat verstrekt is net zoals elke optie waardevol. Men zou kunnen besluiten om de koers na de eerste notering niet te stabiliseren waardoor het ook niet nodig is een waardevolle greenshoe aan het syndicaat te verstrekken. Echter zonder garantie op een stabiele markt zullen beleggers rekening moeten houden met meer volatiliteit en bij hun inschrijving rekening moeten houden met dit verhoogde risico. Bovendien weten serieuze beleggers dat de verkoper niet langer belang heeft bij het zorgvuldig toewijzen en zullen daarom minder geneigd zijn een inspanning te leveren. Een lagere opbrengst is het gevolg.

Alternatief 18: Stabiliseren zonder greenshoe

Een tweede mogelijkheid is om vraag en aanbod na de eerste notering te stabiliseren zonder greenshoe aan het syndicaat te verstrekken. Dit heeft wel tot gevolg dat banken een koersrisico lopen als de koers oploopt. Het syndicaat zal hiervoor willen worden gecompenseerd. Kosten worden niet bespaard omdat de verwachte waarde van de compensatie gelijk is aan de waarde van de greenshoe.

Alternatief 19: Potentiële stabilisatiewinsten naar verkoper

Tot slot, bij een dalende markt zal de short positie[12] winst opleveren: de verkochte aandelen worden tegen een lagere koers teruggekocht. Dit levert eveneens een ongewenste situatie op. Het syndicaat profiteert van een dalende koers. Het is daarom aan te bevelen om met het syndicaat overeen te komen dat de mogelijke winsten die bij stabilisatie ontstaan de Staat toekomen.

Conclusie en aanbeveling

Stabilisatie is noodzakelijk voor opbrengst en slagingskans van de beursgang doordat beleggers vooraf zeker zijn van een stabiele markt in de periode direct na de beursgang. Het zal niet mogelijk zijn op de kosten van stabilisatie te besparen door geen greenshoe te verstrekken. Het syndicaat zal dan op een andere manier voor het stabilisatierisico gecompenseerd willen worden. Wel is het aan te bevelen om met het syndicaat af te spreken dat eventuele stabilisatiewinsten de Staat als verkoper toekomen.

[12] Er zijn door de global co-ordinators meer aandelen aan beleggers verkocht dan de verkoper aan de banken beschikbaar heeft gesteld: de banken hebben een tekort aan aandelen

5. Vervolgtransacties

Lock up

Om te voorkomen dat kort na de beursgang nogmaals een groot pakket wordt aangeboden wordt vooraf tussen de verkoper en het syndicaat afgesproken dat de verkoper gedurende een periode van bijvoorbeeld zes maanden na de beursgang geen additionele aandelen zal aanbieden: een zogenaamde "lock up". De verwachting dat nog een groot pakket in aantocht is zal immers een prijsdrukkend effect hebben.

Alternatief 20: Bought deal

Zoals beschreven worden beursintroducties vanwege het grote risico tegenwoordig niet meer voorafgaand aan de inschrijvingsperiode gegarandeerd. De situatie is anders indien een aandeel al genoteerd is. Een marktprijs is dan al beschikbaar. Het risico van een hard underwritten/bought deal is daardoor veel lager. Er is veel minder onzekerheid over de prijs waartegen beleggers bereid zijn aandelen over te nemen. Bought deals worden regelmatig toegepast bij de verkoop van grote blokken aandelen, bijvoorbeeld vervolgtransacties na een initiële beursintroductie.

De verkoper vraagt in geval van een bought deal een aantal banken om te bieden op een blok aandelen, het blok wordt onder de banken geveild. Het blok aandelen wordt vervolgens door de winnaar van de veiling van de verkoper gekocht en zo snel mogelijk doorverkocht in de markt.

De Staat heeft in 2005 en 2006 grote blokken TNT door middel van bought deals herplaatst in de markt[13].

Alternatief 21: Accelerated bookbuild

Een bought deal heeft ook nadelen. Zolang de aandelen op de balans van de bank staan loopt de bank een risico. Banken zijn echter geen beleggers. Centrale banken eisen dat banken aandelen volledig met (duur) eigen vermogen financieren. De bank die de aandelen heeft overgenomen wordt daardoor gedwongen de aandelen zo snel mogelijk door te verkopen aan de markt en zal geen onderscheid tussen beleggers maken.

Dit levert een risico op. Beleggers zouden mogelijk op een bought deal kunnen anticiperen om in de weken voorafgaand alvast de betreffende aandelen in grote hoeveelheden in de markt te verkopen om zo de koers onder de marktwaarde te krijgen. De verwachting is dan dat de aandelen goedkoop kunnen worden teruggekocht zodra een bank een bought deal met spoed aan de markt moet doorverkopen[14]. De verkoper heeft het blok dan weliswaar rond de beurskoers verkocht, maar de koers is door de voorafgaande prijsdruk onder de werkelijke marktwaarde geraakt.

Een alternatief is een zogenaamde "accelerated bookbuild", een verkorte bookbuildprocedure. Hierbij wordt een blok aandelen niet onder banken maar

---

[13] *"Op maandag 20 november jl. heb ik besloten het resterende belang in TNT te verkopen. Het verkooptraject is, vergelijkbaar met de KPN-transactie in september van dit jaar, vormgegeven via een veiling. Deze vond plaats op maandagavond 20 november [...]. Op basis van de biedingen die door een aantal banken zijn uitgebracht, heeft de Staat besloten een aandelenpakket van bijna 28 miljoen aandelen te verkopen aan Citigroup en UBS gezamenlijk."* https://zoek.officielebekendmakingen.nl/dossier/27638/kst-27638-7?resultIndex=0&sorttype=1&sortorder=4

[14] Dit heet "short gaan". Geleende aandelen worden verkocht om die later tegen een hopelijk lagere koers terug te kopen.

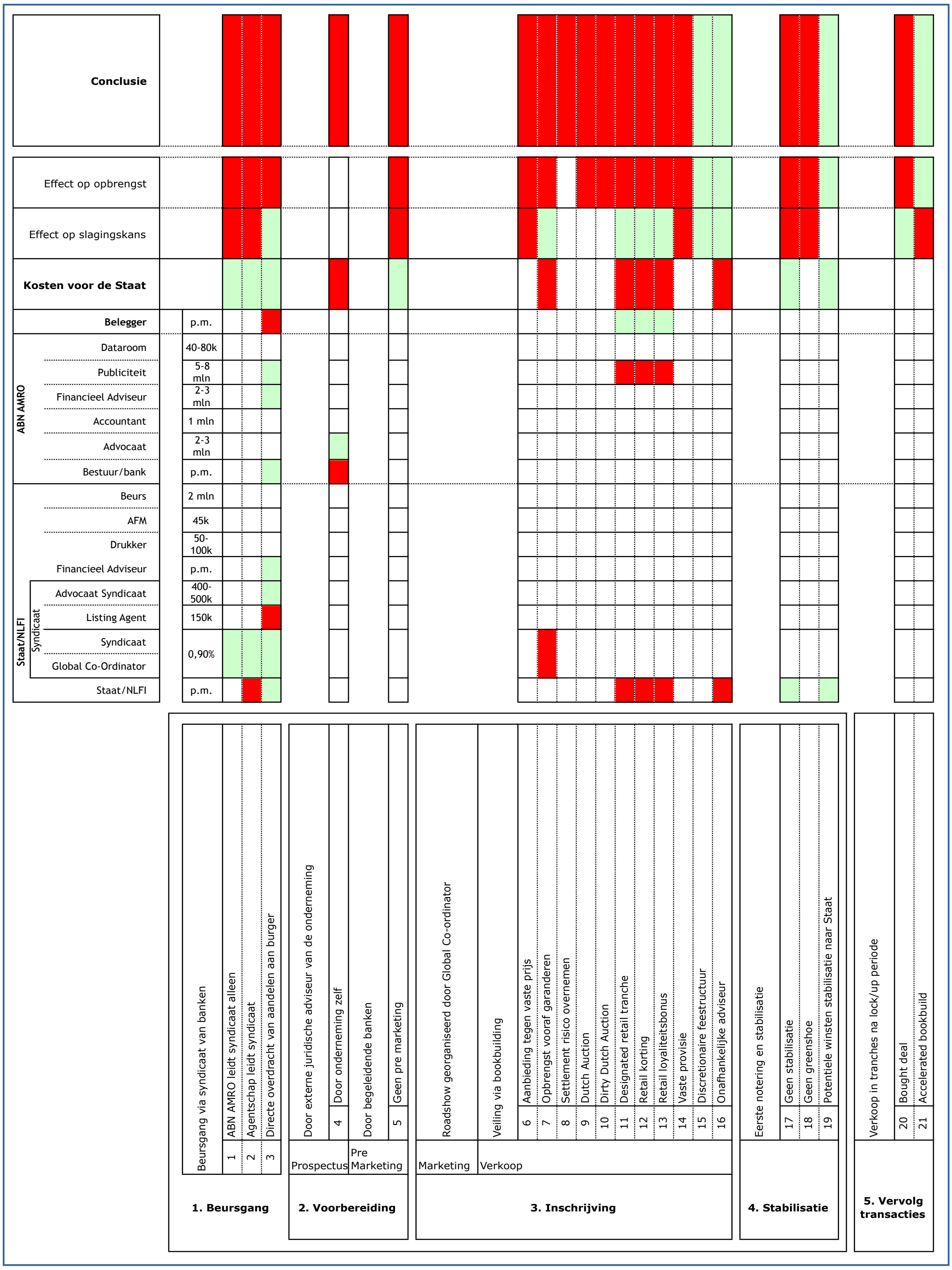
onder begeleiding van een bank onder institutionele beleggers geveild. De begeleidende bank(en) lopen geen koersrisico. Het is nu mogelijk de aandelen met meer zorg toe te wijzen. Manipulerende beleggers lopen een groter risico omdat zij niet zeker zijn dat zij de mogelijkheid krijgen voldoende aandelen terug te kopen: de verkoper heeft de tijd de aandelen zorgvuldig bij eindbeleggers te plaatsen en wordt niet door tijd gedwongen de aandelen zonder onderscheid door te verkopen.

Conclusie en aanbeveling

De Staat zal tegen verwaarloosbare kosten in staat zijn vervolgtransacties te doen. Plaatsing via een verkorte bookbuild procedure is te prefereren boven een bought deal zodat ook de global co-ordinators belang hebben bij een zorgvuldige allocatie aan langetermijbeleggers.

6. Samenvatting

De verschillende fasen van het proces met de genummerde alternatieven per hoofdstuk, de verschillende betrokkenen, geschatte kosten. Per alternatief is aangegeven wat het effect is op de kosten per onderdeel. Vervolgens het totale effect op de kosten van de Staat, de slagingskans en de opbrengst. Groen betekent lagere kosten of een gunstig effect voor opbrengst of slagingskans, rood een negatief effect. Tot slot de conclusie waarbij groen een aanbevolen alternatief aangeeft.



Tabel 2: Samenvatting van het onderzoek

A. Provisies voor beursgangen groter dan EUR 1mld sinds 2012

Pricing Date	Issuer	Issuer Nationality	General Industry	Deal Type	Deal Value (€m)	Gross Fee	# Bookrunners
24-Apr-12	BTG Pactual	Brazil	Finance	IPO	1,312	1.90%	6
17-May-12	Facebook	United States	Technology	IPO	12,580	1.10%	9
25-Sep-12	Grupo Financiero Santander Mexico	Mexico	Finance	IPO	3,179	3.00%	13
11-Oct-12	Direct Line Insurance	United Kingdom	Insurance	IPO	1,126	1.75%	3
29-Oct-12	Telefonica Deutschland	Germany	Telecommunications	IPO	1,449	2.50%	6
28-Nov-12	MegaFon OAO	Russia	Telecommunications	IPO	1,411	1.50%	5
31-Jan-13	Zoetis	United States	Healthcare	IPO	1,904	3.70%	10
31-Jan-13	LEG Immobilien	Germany	Real Estate/Property	IPO	1,165	3.00%	2
25-Apr-13	BB Seguridade Participacoes	Brazil	Insurance	IPO	4,367	1.18%	8
01-May-13	ING US	United States	Insurance	IPO	1,115	3.63%	7
09-Oct-13	Antero Resources	United States	Oil & Gas	IPO	1,332	4.50%	6
15-Oct-13	Plains GP Holdings	United States	Oil & Gas	IPO	2,147	3.00%	7
06-Nov-13	Twitter	United States	Technology	IPO	1,551	3.25%	5
08-Nov-13	Merlin Entertainments	United Kingdom	Leisure & Recreation	IPO	1,256	1.25%	4
11-Dec-13	Hilton Worldwide	United States	Dining & Lodging	IPO	1,967	3.63%	6
23-Jan-14	Santander Consumer	United States	Finance	IPO	1,511	4.00%	13
31-Jan-14	Altice	France	Telecommunications	IPO	1,501	2.50%	5
25-Feb-14	Kennedy Wilson	United Kingdom	Real Estate/Property	IPO	1,128	4.00%	3
13-Mar-14	ISS	Denmark	Business Services	IPO	1,263	-	5
03-Apr-14	IMS Health Holdings	United States	Computers & Electronics	IPO	1,084	4.50%	7
09-Apr-14	Ally Financial	United States	Finance	IPO	1,857	0.75%	7
08-May-14	Applus	Spain	Business Services	IPO	1,210	1.50%	4
11-Jun-14	B&M Retail	United Kingdom	Retail	IPO	1,456	2.50%	4
18-Jun-14	Markit	United Kingdom	Financial Technology	IPO	1,088	4.00%	15
23-Jun-14	AA	United Kingdom	Auto/Truck	IPO	1,733	-	1
26-Jun-14	Merlin Properties	Spain	Real Estate/Property	IPO	1,292	2.00%	3
01-Jul-14	NN	Netherlands	Insurance	IPO	1,771	2.75%	9
30-Jul-14	Synchrony Financial	United States	Finance	IPO	2,201	3.00%	8
	Average FIG America					2.49%	9
	Average ex-FIG America					3.38%	7
	Average FIG EMEA					2.25%	6
	Average ex-FIG EMEA					2.40%	4

Tabel 3: Provisies voor IPOs groter dan EUR 1 mld in Europa en VS sinds 2012[15]

[15] Bron: Deutsche Bank

B. Provisies voor privatiseringen via beursintroducties in Europa

Pricing Date	Issuer	Issuer Nationality	General Industry	Deal Type	Deal Value (€m)	Gross Fee	# Bookrunners
19-Feb-07	Oil Refineries	Israel	Oil & Gas	IPO	1,164	-	7
04-May-07	Halkbank	Turkey	Finance	IPO	1,365	0.8%	2
10-May-07	VTB Group	Russian Federation	Finance	IPO	5,899	1.7%	4
01-Oct-07	T-Hrvatski Telekom	Croatia	Telecommunications	IPO	849	-	1
01-Nov-07	HHLA	Germany	Transportation	IPO	1,166	-	2
21-Nov-07	DP World	United Arab Emirates	Transportation	IPO	2,877	1.4%	4
09-May-08	Turk Telekom	Turkey	Telecommunications	IPO	1,240	0.1%	2
04-Nov-08	Enea	Poland	Utility & Energy	IPO	562	1.8%	1
27-Oct-09	PGE	Poland	Utility & Energy	IPO	1,427	0.4%	2
29-Apr-10	PZU	Poland	Insurance	IPO	2,053	0.5%	4
22-Jun-10	TAURON - Polska Energia	Poland	Utility & Energy	IPO	1,041	0.5%	4
26-Nov-10	Emlak Konut GYO	Turkey	Real Estate/Property	IPO	538	-	2
29-Jun-11	JSW	Poland	Mining	IPO	1,344	0.8%	7
10-Oct-13	Royal Mail	United Kingdom	Transportation	IPO	2,341	0.9%	4
03-Dec-13	Energa	Poland	Utility & Energy	IPO	515	1.0%	7
03-Dec-13	CTT	Portugal	Transportation	IPO	592	-	2
	Average				1,561	0.9%	3

Tabel 4: Provisies voor privatiseringen via beursgangen. Transacties groter dan EUR 500 mln[16]

[16] Bron: Deutsche Bank

C. Geschatte kosten

Staat/NLFI	Staat/NLFI		p.m.	
	Syndicaat	Global Co-Ordinator / Syndicaat	0,90%	Percentage van de bruto opbrengst van de verkoop van het aandelenbelang. Hierbij is de aanname gemaakt dat alle overige kosten zoals reiskosten voor rekening van het syndicaat komen.
		Listing Agent	150k	De beurs vereist het aanstellen van een "listing agent". Deze rol kan ook door het syndicaat worden vervuld
		Juridisch adviseur Syndicaat	400-500k	Kosten van de juridisch adviseur van het syndicaat
	Financieel Adviseur		p.m.	Kosten van de financieel adviseur van de Staat/NLFI
	Drukker		50-100k	Drukken en verspreiden van het prospectus
	AFM		45k	Vast tarief voor onder andere het controleren van het prospectus
	Beurs		2 mln	Vast tarief voor een onderneming van de omvang van ABN AMRO
ABN AMRO	Bestuur/bank		p.m.	
	Juridisch adviseur		2-3 mln	Met name de kosten voor het opstellen van het prospectus
	Accountant		1 mln	Controle van het prospectus, verstrekken accountantsverklaring, etc
	Financieel Adviseur		2-3 mln	Kosten van de financieel adviseur van het bestuur van ABN AMRO
	Publiciteit		5-8 mln	Kosten van een publiciteitscampagne rondom de beursgang
	Dataroom		40-80k	Dataroom ten behoeve van het boekenonderzoek

Tabel 5: Geschatte kosten IPO ABN AMRO[17]

[17] Bron kosten voor de Staat: schattingen JPMorgan en Deutsche Bank. Kosten voor ABN AMRO: schatting ABN AMRO

CAPITIUM

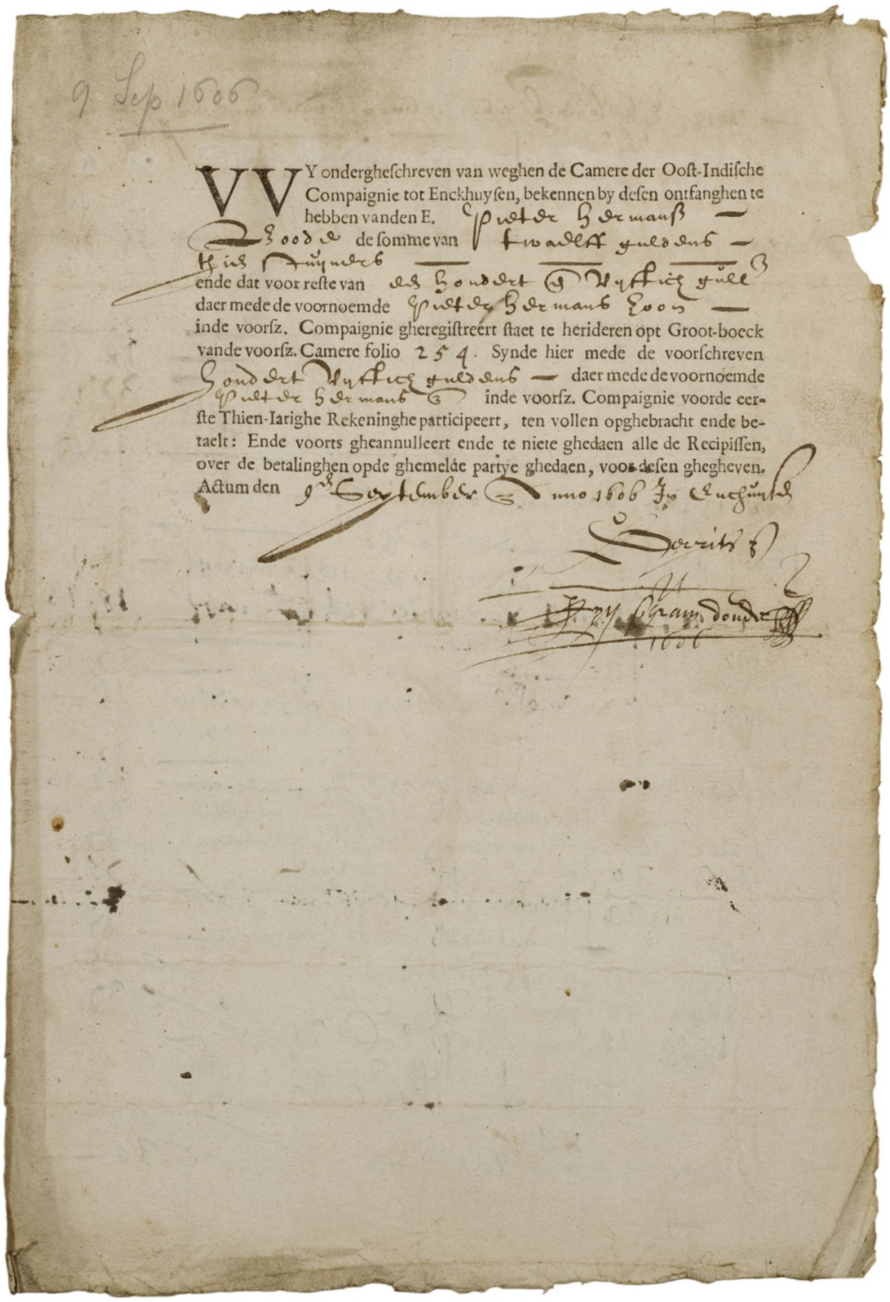
Capitium is een adviesbureau met een aparte benadering. Overnames, fusies, schuldherstructureringen, reorganisaties, aandelenemissies en andere grote projecten zijn voor organisaties geen alledaagse gebeurtenissen. Externe ondersteuning door banken, financiële of juridische adviseurs is vereist. Een grote uitdaging daarbij is dat de dagelijkse leiding over het project niet kan worden uitbesteed, terwijl de organisatie zelf de benodigde mankracht, ervaring en expertise vaak mist. Capitium springt bij door op tijdelijke basis te helpen met het leiden of uitvoeren van het project.

Capitium is opgericht door Joes Leopold. Joes heeft meer dan twintig jaar ervaring met het adviseren van overheden, bedrijven en investeerders in Nederland en België. Hij is projectleider geweest bij de verkoop van bedrijfsonderdelen, bij beursgangen, schuldherstructureringen, overnames, afsplitsingen, openbare biedingen, privatiseringen en een nationalisatie. Joes was in 1999 projectleider van de beursgang van PinkRoccade, de laatste beursgang door de Staat.

Voor meer informatie:

Capitium BV

Contactpersoon:	Joes Leopold
Direct:	020 – 894 6270
Website:	www.capitium.com
Email:	joes.leopold@capitium.com



VVY onderghefchreven van weghen de Camere der Ooft-Indifche Compaignie tot Enckhuyfen, bekennen by defen ontfanghen te hebben vanden E. [illegible] de fomme van [illegible]

ende dat voor refte van [illegible]

daer mede de voornoemde [illegible]

inde voorfz. Compaignie gheregiftreert ftaet te herideren opt Groot-boeck vande voorfz. Camere folio 254. Synde hier mede de voorfchreven [illegible] daer mede de voornoemde [illegible] inde voorfz. Compaignie voorde eerfte Thien-Iarighe Rekeninghe participeert, ten vollen opghebracht ende betaelt: Ende voorts gheannulleert ende te niete ghedaen alle de Recipiffen, over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voor defen ghegheven. Actum den 9 Septembr Anno 1606 [illegible]

Afbeelding 5: Het -voor zover bekend- oudst bewaard gebleven aandeel ter wereld. Het stuk dateert uit 1606 en is uitgegeven door de VOC-kamer Enkhuizen. Het wordt bewaard in het Westfries Archief in Hoorn. www.oudsteaandeel.nl

IMPORTANT NOTICE

Hoewel Capitium binnen redelijke grenzen alle stappen heeft ondernomen om de betrouwbaarheid van de gepubliceerde informatie te waarborgen, aanvaarden Capitium B.V. en/of enigerlei dochtermaatschappij, gelieerde maatschappij of branche van Capitium B.V. (waaronder begrepen Cap Holding B.V., tezamen als ieder afzonderlijk te noemen: "Capitium") echter geen enkele aansprakelijkheid voor de juistheid, nauwkeurigheid, actualiteit, volledigheid of betrouwbaarheid van de hier gepubliceerde informatie. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames en schattingen gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving.

Noch Capitium noch andere personen kunnen aansprakelijk worden gehouden voor directe, indirecte of incidentele schade, gevolgschade of punitieve of exemplarische schade, met inbegrip van gederfde winst die op enigerlei wijze het gevolg is van de in dit materiaal opgenomen informatie. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik door de beoogde verkrijgers hiervan en de inhoud mag noch geheel noch gedeeltelijk voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of worden gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van Capitium.

Capitium B.V. is statutair gevestigd te Bilthoven en is onder nummer 58076018 ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel.